

2010-10-21

通信设备

盛路通信 002446.SZ

首次

中性

当前价格	22.63 元
目标价格	20.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

周励谦

(执业证书编号: S0930209050199)

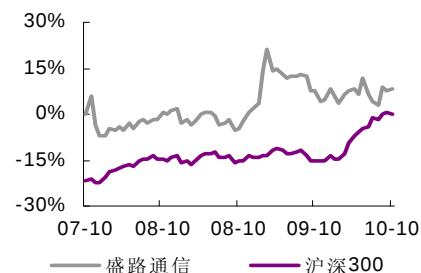
021-22169175

zhouliqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	102
总市值(百万元)	2,312
流通比例(%)	25.45%
12 个月最高/最低(元)	26.25/18.65
近 3 月日均成交量(百万股)	2.33
主要股东	杨华

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-15.14	-8.66	0.00
绝对收益	2.96	14.18	0.00

相关报告:

通信天线制造业的领先厂商

..... 2010-06-25

多重因素影响，业绩表现低于预期

◇ 事件: 公司公布三季报

◆ 收入和净利润略有下滑，业绩表现低于预期

公司发布 2010 三季报，1-9 月实现营业收入 2.8 亿元，同比下滑 5.1%；完成归属于母公司净利润 2557 万元，同比下滑 9.7%。其中，第三季度单季实现收入和归属母公司净利润分别为 8100 万元和 914 万元，与去年同期分别下滑了 18.5% 和 28%。造成公司三季度业绩表现低于预期的主要因素是：一方面，公司海外市场的收入占比达 30%，受印度事件影响，海外市场收入减少较多，对公司整理业绩构成压力；另一方面，国内市场三大运营商天线设备的招标集中在八、九月份，发货则在四季度，导致报告期内收入无法及时确认。

◆ 毛利率略有下降，期间费用率基本合理

本期公司毛利率为 27.7%，较去年同期下降 0.8 个百分点，我们认为，市场竞争的加剧是导致毛利率微降的主要原因。与此同时，因管理费用率上升 1.5 个百分点，致使前三季度公司期间费用率上升 1.2% 至 16.6%，而管理费用率和财务费用率则和去年持平，总体来看公司期间费用率尚处于合理范围之内。

◆ 前期转型正当时，看好公司高效灵活的管理体制

研究盛路通信发展史不难看出，公司的几次产品转型都准确地抓住了通信行业的发展节奏。2004 年，公司借“村村通工程”出台之际，大力发展八木天线，为公司未来发展奠定了基础；随着国内移动通信的发展，公司转向基站天线，到 2009 年底，基站天线收入逾 2 亿元，较 07 年增长 85%，我们认为，在未来一段时间，该产品仍将为公司提供稳定现金流；目前，公司管理层将目光投向了潜力巨大的微波天线，我们认为，在当前通信设备业竞争加剧的情况下，勇于转换思路，发掘新产品、新市场是理性的选择。有理由相信，高效灵活的决策运营体制将有助于公司的后续发展。

◆ 未来微波天线成最大看点，国内市场有望打开

我们看好公司下一代产品微波天线的市场前景。一方面，公司从 05 年就着手该产品的研发，目前已初具规模，09 年贡献收入达 7100 万元，占总收入的比例达 18%；另一方面，微波通信具有部署便捷、成本低廉的特点，可作为有线通信的有力补充，国内市场规模扩张迅速，公司先发优势明显，微波天线市场占有率有望进一步提高。

◆ 目前估值较为充分，给予公司“中性”评级

考虑到公司已入围 NEC、SIAE 的供货商名单，且海外的研发、销售网络已初步形成，目前天线产品的全球占有率还偏低，而印度事件的阴霾已逐步散去，我们认为随着募投项目的投产，公司的海外市场拓展有望提速，我们看好公司明年的发展。我们测算 10-12 年 EPS 分别为 0.41 元、0.50 元和 0.63 元，当前估值较为充分，给予公司“中性”评级。

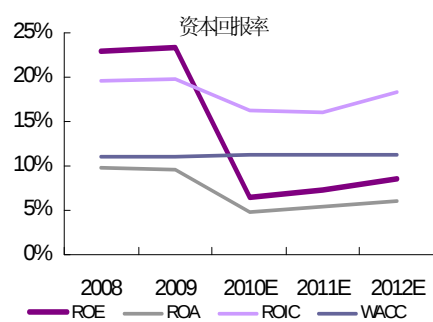
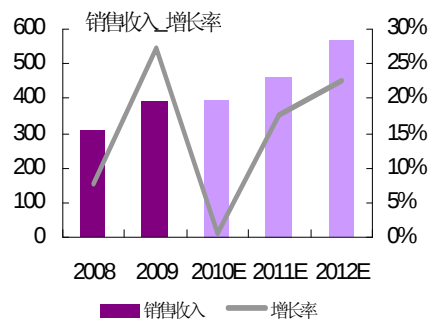
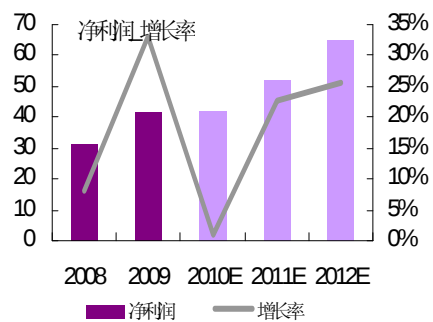
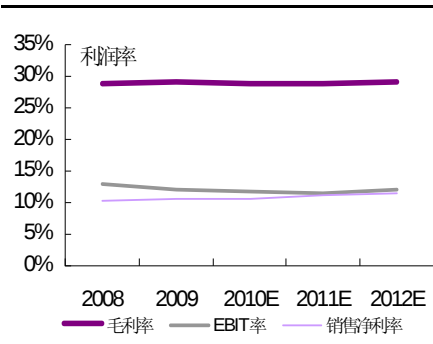
业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	308	392	394	464	569
营业收入增长率	7.75%	27.27%	0.64%	17.71%	22.49%
净利润(百万元)	31	42	42	52	65
净利润增长率	8.22%	32.96%	0.91%	22.78%	25.54%
EPS(元)	0.31	0.41	0.41	0.50	0.63
ROE(归属母公司)	22.88%	23.32%	6.36%	7.37%	8.64%
P/E	74	56	55	45	36
P/B	17	13	3	3	3

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	308	392	394	464	569
营业成本	220	278	281	331	403
折旧和摊销	11	14	16	18	20
营业税费	2	2	2	3	3
销售费用	18	24	24	28	34
管理费用	29	38	39	47	58
财务费用	1	1	-1	-4	-5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	37	46	47	58	73
利润总额	37	49	50	61	77
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	31.29	41.60	41.98	51.54	64.71

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	322	431	879	955	1,057
流动资产	209	294	708	752	844
货币资金	39	73	501	509	547
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	106	133	132	156	191
应收票据	3	21	0	0	0
其他应收款	5	1	5	5	6
存货	53	64	67	79	97
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	87	123	148	172	179
无形资产	11	14	13	12	12
总负债	185	253	219	255	308
无息负债	175	233	219	255	308
有息负债	10	20	0	0	0
股东权益	137	178	660	699	749
股本	76	76	102	102	102
公积金	9	15	433	439	445
未分配利润	52	87	125	159	201
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	42	59	57	66	80
净利润	31	42	42	52	65
折旧摊销	11	14	16	18	20
净营运资金增加	4	9	1	14	22
其他	-5	-5	-2	-18	-27
投资活动产生现金流	-21	-34	-50	-50	-30
净资本支出	21	34	50	50	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-42	-69	-100	-100	-60
融资活动现金流	-5	2	421	-8	-11
股本变化	0	0	26	0	0
债务净变化	-12	10	-20	0	0
无息负债变化	-10	58	-14	37	53
净现金流	15	27	428	8	39

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	7.75%	27.27%	0.64%	17.71%	22.49%
净利润增长率	8.22%	32.96%	0.91%	22.78%	25.54%
EBITDA 增长率	18.44%	21.48%	1.17%	16.30%	23.19%
EBIT 增长率	16.85%	20.31%	-2.94%	16.69%	27.32%
估值指标					
PE	74	56	55	45	36
PB	17	13	3	3	3
EV/EBITDA	35	28	30	26	21
EV/EBIT	44	37	41	35	27
EV/NOPLAT	53	43	49	42	33
EV/Sales	6	4	5	4	3
EV/IC	10	9	8	7	6
盈利能力 (%)					
毛利率	28.68%	29.14%	28.68%	28.71%	29.12%
EBITDA 率	16.42%	15.67%	15.75%	15.56%	15.65%
EBIT 率	12.84%	12.13%	11.70%	11.60%	12.06%
税前净利润率	12.04%	12.54%	12.67%	13.22%	13.55%
税后净利润率 (归属母公司)	10.16%	10.62%	10.65%	11.11%	11.38%
ROA	9.73%	9.65%	4.78%	5.40%	6.12%
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.88%	23.32%	6.36%	7.37%	8.64%
经营性 ROIC	19.67%	19.72%	16.25%	15.94%	18.28%
偿债能力					
流动比率	1.15	1.17	3.27	2.97	2.76
速动比率	85.70%	91.61%	296.22%	266.05%	244.72%
归属母公司权益/有息债务	13.68	8.92	-	-	-
有形资产/有息债务	30.73	20.83	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.31	0.41	0.41	0.50	0.63
每股红利	0.00	0.00	0.12	0.15	0.19
每股经营现金流	0.41	0.58	0.56	0.65	0.78
每股自由现金流(FCFF)	0.19	0.12	0.04	0.01	0.27
每股净资产	1.34	1.75	6.47	6.85	7.33
每股销售收入	3.01	3.84	3.86	4.54	5.57

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。